

拆分≠降信 铁道债前景不悲观

□本报记者 王辉 上海报道

伴随着上周末国务院新一轮大部制改革方案的出炉,铁道部拆分的消息最终尘埃落定。在此背景下,铁道部原普遍持积极乐观态度。当然,考虑到改制还在进行中,对于铁道债的进一步重新定价,仍需等待诸多后续细节的逐步明确。

2.66万亿债务等待“交接” 7591亿直接债务融资成焦点

根据上周末公布的改革方案,铁道部此次整体将一分为三。方案提出,将铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部,交通运输部统筹规划铁路、公路、水路、民航发展,加快推进综合交通运输体系建设;同时组建国家铁路局,由交通运输部管理,承担铁道部的其他行政职责,负责拟订铁路技术标准,监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等;组建中国铁路总公司,承担铁道部的企业职责,负责铁路

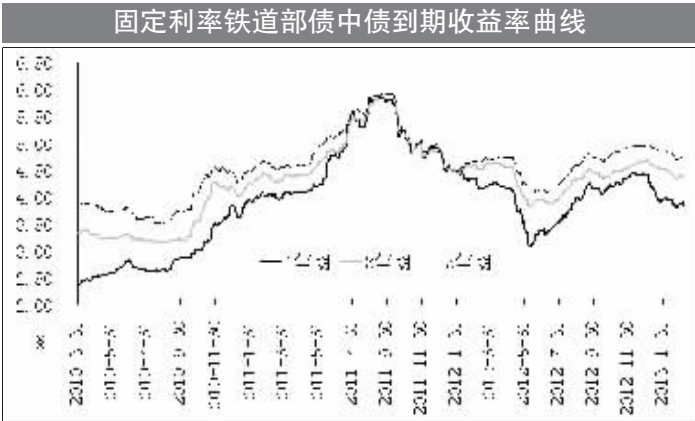


图1: 固定利率铁道部债中债到期收益率曲线

运输统一调度指挥,经营铁路客货运输业务,承担专运、特运任务,负责铁路建设,承担铁路安全生产主体责任等。

按照上述改革方案,铁道部此次拆分之后,铁路领域的政企分开将会由此实现。不过,铁道部遗留的资产和负债也需在改革后进行“交接”。

数据显示,截至2012年三季度末,铁道部总资产4.30万亿元,总负债2.66万亿元。2.66万亿的总债务中,主要为2.18万亿元的有息负债,另有4838亿元的应付款。从期限上看,大部分债务均是2008年以来高速扩张的产物。

上述债务中,铁道部及下属企业已发行尚未到期的直接债务融资额总计为7591亿元。具体包括铁路建设债券6220亿元、公司债90亿元、中期票据1060亿元、短期融资债券221亿元。而这

也是资本市场尤其是债券市场当前关注的焦点。

截至2012年三季度末,铁道部资产负债率已达到61.81%,税后利润则为-85.41亿元。目前来看,相对于整体债务,铁道部相关资产自身的偿付能力依然不足。

“新老划断”难以避免 市场期待政策支持延续

对于债券市场而言,铁道部拆分之后,最受关注的可能就是铁道债的“新老划断”问题。

兴业证券固定收益投资经理朱文杰表示,现存铁道债有免息税的政策优惠,同时也有财政担保,但如果铁道部拆分之后实际发债主体变为铁路总公司,那么其发行定位可能就更偏向于一般企业债的性质。而对于目前铁道部的财务状况而言,继续发行新债、以新换旧预计是必须



图2: 铁道债与同期限国开行金融债到期收益率对比

要做的,从这个角度上说,铁道部拆分之后新老铁道债券可能就需要一个过渡期。

与此同时,该市场人士指出,目前对于铁道债未来的流动性状况还无需过于担心。一方面,如果国家支持政策出现变动,原有发行的铁道债由于其政策支持优势,将在市场上凸显一定的稀缺性;另一方面,以往铁道债主要投资者都是以大型金融机构持有到期为主,也不会在流动性上面临突出的新问题。

兴业银行首席经济学家鲁政委也表示,虽然铁道债之前一直享有的都是准国家信用,但铁道部拆分之后也并不意味着其信用一定会降低,这个结论从国开行金融债的信用定位乃至江西赛维违约风险的处理等案例就不难得出。

而对于未来铁道部资产负债的处理,鲁政委进一步表示,

一个比较有可行性的解决方案,可能是把铁道部原有资产债务进行两部分划分。一部分类似京沪高铁这样有较强盈利能力的资产,进行面向全社会民营资本的资产证券化;另一部分不能盈利或盈利能力不强的铁路资产,继续由国家提供政策和信用支持。因此,该分析人士认为,铁道部拆分之后,相关铁道债的市场认可度可能并不会下降。

此外,广发证券在本月初发布的一份研究报告中称,铁道部并入交通部将意味着铁道部投资增速未来几年可能将不会再次大幅上升,而融资需求受限将使得铁道债的新增水平保持在低位,这对铁道债市场有着正面作用。而随着改革后铁路资产相关经营价格的市场化,其盈利前景也会对铁道债的价值带来直接影响。

“物以稀为贵” 铁道债利差将大幅下行

□广发证券 徐寒飞

根据两会披露的国务院机构改革方案,铁道部将实行政企分开改革。此项改革对现有存量铁道债以及今年新发行的铁道债具有非常重要的意义。

首先,未来将由铁路总公司担负起铁路建设运营及其相关的投融资等企业职能。铁道部原有的行政职能和企业职能分离后,前者将由交通运输部及其下属的国家铁路局执行,后者则由铁路总公司来执行。除了并入交通运输部统筹管理的拟订铁路规划和政策的职责以外,由交通运输部下属国家铁路局承担的其他行政职能包括:拟订铁路技术标准,监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等。而铁路总公司则负责铁路运输统一调度指挥,经营铁路客

货运输业务,承担专运、特运任务,负责铁路建设,承担铁路安全生产主体责任等。显然,由于交通运输部及其下属国家铁路局的主要职责中都不包括铁路的具体建设运营,因此与之相关的投融资活动很显然会一并剥离到铁路总公司。

其次,历史铁道债务形成的铁路相关运营资产既有公益性质也有经营性质,因此我们预计在铁道部存量债务处理上不会采取一刀切或者完全剥离的方法来进行。《国务院机构改革和职能转变方案》中指出,国家会继续支持铁路建设发展,对于公益性线路以及公益性业务仍然会有补贴。我们的理解是,在明确区分现有铁路相关运营资产的公益性或者经营性之前,国家仍然会承担相关存量铁道债务。主要是铁路建设投资和机车购

买所形成)的本息偿还。不过,由于后期会进行“加快推进铁路投融资体制改革和运价改革”,前者我们认为是指未来将由铁路总公司以企业形式进行市场化投融资,而运价改革则有利于理顺价格体系,提高铁路运营效率,增强铁路总公司的财务状况和融资能力。此外,我们认为,铁路总公司在使用和运营现有铁路资产时,很可能采用购买、租赁等方式来进行,并由国家进行注资以获取相关运营资金。

第三,铁道部的改革,会改变现有的铁道债未来供给水平,对存量债以及今年新增铁道债利好,中期来看,预计相比金融债利差可能在现有基础上至少下降30bp。目前同期限的铁道债(以不免税的10年期品种为例)与金融债之间的利差超过70bp,而即使考虑到两者之间存在的

风险权重差异(不考虑由于授信或者风控审核等制度造成的机构偏好差异),利差也不应该超过20bp。根据我们前期的研究结果,过去两者之间的差异主要是由于铁路投资加速上升所带来的铁道债相对供给上升所导致。预计改革彻底完成之时,经发改委和央行批准的以政府名义发行的铁道债将成为过去时(供给下降),再加上国家对存量铁道债的支持(信用资质甚至会上提),显然会压缩铁道债与金融债之间的利差,我们预计下降幅度至少在30bp。而对于2013年已经计划发行的政府支持性质铁路建设债券大概率仍将保留免半税和风险权重20%的优惠,发行利率对老债券将出现明显回落,一级利率的大幅回落很可能引导投资者预期,压低二级市场铁道债利率水平。

此外,铁道部的企业职能剥

离到了铁路总公司之后,除2013年已经计划好发行的铁道债以外,未来将不再存在可比的“铁道债”,取而代之的是铁路总公司发行的信用债。未来铁路总公司发行债券很可能遵循两条路径。我们预计,铁路路网建设和规划的实现未来仍将面临较大的融资缺口,政企分离可能带来铁道投融资方式沿两条路径出现分化:归属铁路总公司进行统筹和运营管理的、盈利能力较强的铁道相关线路,可能采取市场化融资方式,以企业信用发行债券、吸引社会资本参与等方式加以运作,融资成本上,由于发行人性属由政府部门降为企业,评级和定价将向一般AAA债券靠拢;盈利能力相对较弱,但承担了公益性建设责任的相关线路,则更可能以财政补贴、加大支持性投入的方式予以解决。

■ 债市策略汇

利率产品

第一创业：中长期投资机会到来

基本面利好,房地产新政和463号文双管齐下必对信贷市场形成压制,政策“组合拳”将促使经济回归低位增速(7.5%-8.0%之间),食品价格回落、房价受控使得上半年物价形势稳定在低位。此外,由于经济复苏仍为弱势,此时资金利率冲高不会持续,央行仍着力于维持利率稳定,预计7天利率将保持在3.0%-3.4%之间。结合两方面考虑,未来中长端债券存在投资机会。

招商银行：出现牛皮市可能性较大

从二季度看,供给的增加及资金成本中枢的抬高可能降低杠杆化操作的空间,但短期内债市出现大幅调整的可能性也不大,这意味着牛皮市出现的可能性较大。下

行动力不足,回调压力不大的格局可能将贯穿整个3月份。在这种大背景下,建议投资者继续采取回购养券的方式吃息差,但市场小幅调整的可能性趋于增加,长久期品种的估值损失可能抵消杠杆化运营所带来的息差收益,建议继续缩短久期,不宜对资金面放松以及未来的市场有过于乐观的预期。

信用产品

申银万国：中期调整压力继续增加

信用债中期内调整的压力继续增加。首先,1-2月份宏观数据显示,出口和投资强劲,消费低于预期,工业增加值稍低于预期。经济仍处于弱复苏过程,中期内债券市场不乐观。其次,通胀压力回升速度快于市场预期,可能对央行货币政策产生一定的压力,尤其是当政府对经济下滑的容忍度提高后。再者,宽财政+中性货币”的组合需要“宽

融资环境”的支持,信用债的供给压力较大。此外,短期资金面波动会加大,尽管短期内央行还不会明显收紧货币,但民生转债即将发行,将导致资金利率的大幅波动。最后,市场心态已渐谨慎,但还未形成群体的减仓行为。随着年初以来信用债利率下降过快,而且基本面对信用债的利空因素不断累积,建议机构逐步降低杠杆。

宏源证券：风险不大可继续持有

三月份信用利差继续下降的动能有限但可保持。一方面,资金成本短期内已经走到低位,信用债收益率下降空间有限。另一方面,经济短期有回调压力,对信用债的利差保护有限。但由于利率品种可能回调的程度更大,促进了利差持有者的低位。策略上,建议持有中低等级品种,一方面,资金面回调后,高等级品种收益率偏低,受制于资金成本难以下降的事实

其有回调的压力。另一方面,中低等级品种的票息保护仍是最高,仍会有不错的持有期收益率。由于资金面不确定性较强,而收益率处于偏低水平,久期和仓位建议控制在中等附近。但整体而言信用债风险不大,可以继续持有。

可转债

中金公司：区间震荡概率加大

今年转债市场最好的时光已经过去,建议投资者降低对未来转债市场回报的预期。基于对转债供给和资金面、政策方面的边际变化,建议投资者降低仓位到中性或略高仓位。从风险点的兑现情况看,民生转债负面冲击已经大部分被消化,只待靴子落地。而3月份股市仍存在较多不确定性因素,且似乎还没有反映充分,更谈不上过度反应。就二季度而言,转债供求基本平衡,股市转入区间震荡的概率偏大,

向上的风险还是略超过向下的风险。因此,策略上,建议继续持有中性或略高仓位,等待低吸机会。个券方面,建议选择业绩风险小或在结构行情(定价机制改革、军工、环保等)促进转股意愿强、受冲击小的品种,边际上兑现题材转债,将民生转债作为潜在增持品种。

中信证券：不确定性明显增多

转债大行情可能已经过去,后续转债个券仍然存在机会,整体行情则依赖于经济回升之后股市的上涨,虽然从趋势来看,经济弱复苏是全年的主基调,但转债投资者面临的不确定性明显增多。从兼顾风险收益的角度考虑,建议高仓位的投资者适当降低仓位,中等仓位的投资者不必降低仓位,更重要的是优化转债的组合。在个券选择方面,建议重点持有石化、国电、重工和银行转债。(张勤峰 整理)

铁道部今年首期短融平稳招标

□本报记者 张勤峰

“赶”在改革方案出炉前夕,铁道部3月8日招标发行了200亿元的短期融资券。3月11日,债券完成缴款。铁道部披露的发行结果显示,本期短融券发行利率依然低于超AAA级主体,未见异常波动。市场人士认为,铁道部改革对于存量铁路债券的影响不大,存量债券的“稀缺性”反而可能带来一定的交易机会。

本期债券是铁道部2013年度第一期短期融资券,期限365天,计划发行200亿元,采用公开招标的方式发行,票面年利率由招标系统招标确定,招标利率区间为4.43%-4.43%,招标日为3月8日,分销期为3月8日至11日。

在本期短融券分销期间,备受关注的国务院机构改革方案敲定,明确铁道部将于两会后撤销,“一分为三”后分别划归交通部、交通部下属国家铁路局以及新组建的中国铁路总公司。铁路总公司主要承担铁道部的企业职能,包括运输、建设、筹融资等功能。由于发债主体被撤销,新老铁路债券的信用资质、估值定价、兑付安

■ 交易员札记

铁道部撤销成利好

□潍坊农信 代长城

3月11日(周一),市场资金面整体呈宽松态势。有消息称,民生银行可转债将于本周五发行,届时将冻结资金约5000亿元。受此影响,7天回购大幅上行50BP至2.99%,但其余期限品种变动不大。

春节错位因素导致2月份CPI涨幅偏高,鉴于通货膨胀有隐患,周一利率品种交投清淡,整体收益率小幅上行。剩余年限4.84年的13国债01成交在3.30%,较上一交易日上行3BP;剩余年限9.76年的12国债21成交在3.58%,与上一交易日持平。剩余期限0.84年的13国开01成交在3.38%,较估值上行7BP;剩余年限为4.84年的13国开03成交在4.05%附近,较上一交易日上行2BP;剩余期限6.84年的13农发04成交在4.26%,上行1BP;剩余期限9.12年的12国开22成交在4.35%,上行1BP;剩余期限0.35年的10央票60成交在2.80%,上行3BP。

信用市场较利率债相对活跃。根据日前披露的国务院机构改革方案,我国将实行铁路政企分开,一方面,撤销铁道部,组建国家铁路局,由新成立的交通运输部管理;另一方面,组建中国铁路总公司,承担铁

排等成为各方热议的焦点。

不过,由于“赶”在了改革方案出炉前夕招标,铁路部改革似乎并没有对本期短融券的发行产生太大影响。据铁道部刊登于中国货币网的公告显示,本期债券发行票面利率为3.8%,略低于招标区间中值水平;招标过程中共有15家机构参与竞标,有效投标金额404.50亿元,对应投标倍数为2.02。根据交易商协会3月4日公布的上周定价估值,1年期超AAA短融定价估值为3.93%;3月7日中债收益率曲线显示,当日银行间市场1年期固定息铁道债收益率为3.89%。由此可见,尽管此前市场上有关铁道部将被拆分的传闻早已甚嚣尘上,但本期铁道部短融券定价并未受到明显影响。

中金公司报告指出,尽管铁道部撤销,但针对存量铁道债的各项优惠政策还将延续,因此其投资价值变差的可能性很小,甚至不排除相关方面为维护投资者权益,做出更好的保障安排。此外,由于投资者对存量“老债”稀缺性的预期会增强,不排除“老债”短期内出现一定的交易性机会。

铁道债收益率大降

道部的企业职责。由于铁道部存在大量未偿债券,市场对此的预期是铁道债很可能转化为国债,因此早盘铁道债在股份制银行的买入下瞬间坠崖,7和10年收益率大幅下行5-10BP。其他品种方面,依旧是三个月以内的短券需求旺盛,收益率略有下降。企业债不是很活跃,三年、五年AAA债券需求比较少,AA主要是基金在参与。剩余期限1个月的12中金SCP001(AAA)成交在3.60%,较估值下行8BP;剩余期限2.4个月的12金鑫CP001(AA)成交在4.15%,较估值下行20BP;剩余期限6.59年的12铁道09成交在4.58%附近,下行5BP;剩余期限9.26年的12铁道01成交在4.69%,下行7BP。

周一利率债整体微幅上行,而信用债除铁道债特殊因素外成交依旧集中在短债,前期二者走势分化的趋势已渐入尾声。二者走势相对分化消除的原因,一是资金面宽松支撑的信用短债收益率下滑因素已经消耗殆尽;二是目前信用利差也在逐渐缩小,后续一级市场供给量充沛预期,对二者都是不利因素。从最新公布的经济数据可以看出,通货膨胀小幅上升,经济复苏仍需进一步确定,因此预计后市债市仍将维持弱势盘整局面。

短期回购利率涨跌互现

周一,货币市场流动性维持相对宽松格局,回购利率以下行为主,短端的隔夜品种继续下跌,7天品种则有所反弹。

当日质押式回购市场上,隔夜品种加权利率下跌23BP,收报2.22%,成交量增加152亿元至4748亿元;7天品种供需两旺,加权利率在开盘价的引领下上行50BP至2.99%,全天成交615亿元,比前一交易日略降。中长期方面,除两个月品种以外,利率悉数走低,其中,14天、21天品种最新报2.78%和2.94%,均与7天回购利率形成倒挂。较低的利率水平也吸引了部分资金需求者

转向中长端,14天、21天品种全天分别成交336亿元和185亿元,均比前一交易日明显放量。

据银行交易员透露,央行周一继续开展公开市场正、逆回购询量,正回购为28天品种,逆回购包括7天和14天品种。另据统计,本周公开市场延续“三无”状态,无央票、无正回购或逆回购到期。该交易员表示,目前市场资金面较宽松,7天回购利率低于同期逆回购招标利率,考虑到通胀预期有所抬升,央行难以放任资金面过度宽松,未来可能利用正、逆回购双向操作,保持资金面在适度宽松、相对平稳状态。(张勤峰)

150亿元5年期口行债14日招标

中国进出口银行11日公告,该行定于3月14日通过中国人民银行债券发行系统,招标发行2013年第五期金融债券。

本期债券为5年期固定利率债券,发行金额150亿元,票面利率通过中国进出口银行2013年全国银行间债券市场金融债券承销团竞标确定。首场招标结束后,发行人有权向首场中标的承销团成员追加发行总量不超过50亿

元的当期债券。首场150亿元采用单一利率招标方式;如发行人确定进行追加发行,则第二场追加发行采用数量招标方式,债券利率为首场中标利率。

日程安排方面,招标日为3月14日,发行时间为3月14日至4月3日,缴款日和起息日为4月3日,上市流通日为4月10日,到期日为2018年4月3日。本期债券所筹资金将用于信贷贷款。(张勤峰)

中国海运今日发行35亿元超短融

中国海运(集团)总公司公告称,定于3月12日发行公司2013年第一期、第二期超短期融资券。两期超短融合计发行金额35亿元,国家开发银行、中国光大银行担任两期债券发行的联席主承销商。

其中,第一期发行金额为25亿元,期限180天;第二期发行金额为10亿元,期限270天。两期超短融均为固定利率,采用簿记建档方式发行。时间安排上,两期债

券发行日均为2013年3月12日,缴款日、起息日为3月13日,第一期超短融的兑付日为2013年9月9日(如遇法定节假日,则顺延至其后的第一个工作日,顺延期间不另计息,下同),第二期的兑付日为2013年12月8日。

经联合资信评估有限公司综合评定,发行人主体长期信用等级为AAA级,评级展望为稳定。两期超短融均无担保。(葛春晖)

□本报记者 张勤峰

广发股份有限公司11日公告,将于3月14日招标发行30亿元90天期短期融资券。至此,今年一季度证券公司短融券发行额超过去年全年已定成局。

本期短期融资券通过招标发行的发行方式在全国银行间债券市场公开发行,按面值发行,固定

广发证券14日招标30亿短融券

一季度券商短券发行额超去年全年

利率,发行利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利,利随本清。时间安排方面,招标日为3月14日,缴款日、起息日3月15日,上市流通日为3月18日,兑付日为6月13日(遇节假日顺延)。本期短融券无担保,经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人主体信用等级为AAA级,债项信用等级为A-1级。债券募集资

金将主要用于补充流动资金。

值得注意的是,本期债券是广发证券今年发行的第四期短期融资券,四期累计发行额135亿元。去年全年,证券公司短融券自2012年5月末恢复发行,该公司短融券发行额只有75亿元。另据Wind统计,去年共发行证券公司短融券15期、金额531亿元,而截至上周末,今年已发行18期、金额473亿元,若

算上中信证券、广发证券各计划于本周发行50亿元和30亿元的短融券,今年一季度证券公司短融券发行额已锁定超过去年全年。

业内人士分析,证券公司债券融资明显提速,一方面得益于监管机构放宽证券公司融资限制、拓宽证券公司融资渠道。另一方面,则反映出证券公司举债融资意愿强烈。首先,目前证券公司

整体负债水平较低,财务弹性较小,债券融资有利于合理利用财务杠杆,提高证券公司的资金运用效率。其次,随着业务创新加快和中介服务功能深化,证券公司资金需求增加,资本消耗加速,需要拓宽债券融资渠道,降低融资成本。最后,目前股权融资基本停滞,也倒逼证券公司拓宽债务融资渠道,寻求新的资金来源。